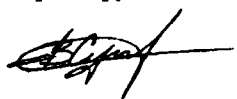


0- 792786

На правах рукописи



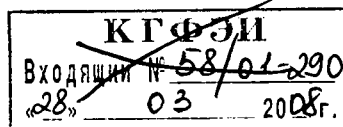
СУТЯГИН Владислав Юрьевич

**УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ БИЗНЕСА В
ПРОЦЕССЕ ФИНАНСОВОГО ОЗДОРОВЛЕНИЯ
КОМПАНИИ**

Специальность: 08.00.10 - "Финансы, денежное обращение и кредит"

Автореферат
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Тамбов - 2008



Работа выполнена на кафедре финансов и налогообложения Тамбовского государственного университета им. Г.Р.Державина.

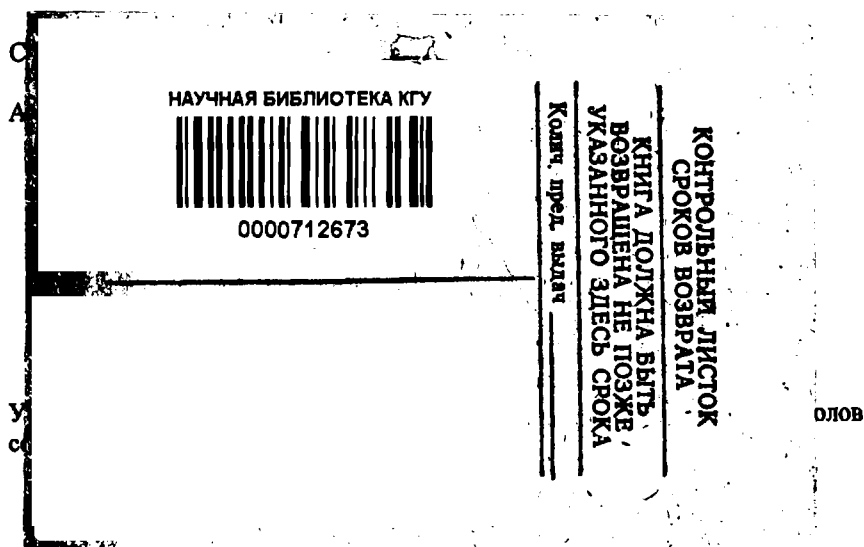
Научный руководитель - д-р экон. наук, профессор
Толстых Татьяна Николаевна

Официальные оппоненты - д-р экон. наук, профессор
Барулин Сергей Владимирович
- канд. экон. наук, доцент
Иванова Светлана Арсеньевна

Ведущая организация - Воронежский государственный университет.

Защита состоится 16 апреля 2008 года в 15⁰⁰ час. на заседании диссертационного совета Д 212.241.03 при Саратовском государственном социально-экономическом университете по адресу:

410003, Саратов, Радищева, 89, Саратовский государственный социально-экономический университет, ауд. 843.



ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. Процесс перехода российских компаний к рыночным механизмам функционирования предопределил необходимость структурных преобразований экономики.

Переход к рыночным отношениям требует новой финансовой и управленческой философии: новых принципов, подходов и механизмов управления финансами коммерческой организации. Старый командно-административный тип руководства, обладает однонаправленностью процесса управления и, в этой связи, неповоротливостью, что сдерживает построение новой гибкой экономической системы.

Результатом разрыва управленческих видений экономическим реалиям стали: спад производства, диспаритет цен, разрушение межхозяйственных связей, систематические неплатежи, создающие неравные хозяйствования различных предпринимательских структур. Стабильность можно было наблюдать лишь в отдельных отраслях промышленности.

Вместе с рыночной экономикой в управлении финансами предприятия появляется новое понятие – финансовая неустойчивость, которая становится распространенным явлением. Ответом на поставленный вызов является развитие соответствующего финансового механизма - финансового оздоровления.

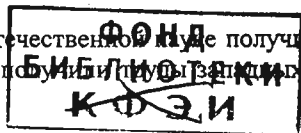
Процесс противодействия подобным процессам как на микроуровне, так и на уровне экономики в целом, требует изменения мышления и применения инновационных методов в вопросах управления финансами коммерческой организации.

В этом смысле актуальность темы исследования определяется необходимостью формирования новых и эффективных методов финансового оздоровления.

Степень разработанности проблемы. Теоретическая основа и практическая значимость проблем управления стоимостью бизнеса освещены в работах многих ученых. Основополагающий вклад в разработку стоимостного подхода управления предприятием внесли зарубежные экономисты А. Дамодаран, Т. Колер, Т. Коупленд, Дж. Муррин, К. Уолш. В отечественной школе перспективными выглядят исследования И. А. Бланка, Е. В. Дубровской, И. А. Егерева, С. Мордашова, И. Ивашковской, Ю. В. Козыря. Однако до сих пор теория управления стоимостью имеет разрозненный и, подчас, противоречивый вид. Кроме того, указанные исследования в большинстве своем остаются общетеоретическими разработками, оставаясь далекими от практического применения.

Теория финансового оздоровления в настоящее время обширно освещена в трудах В. В. Бандурина, И. А. Бланка, С. Г. Беляева, Л. С. Бляхмана, А. Г. Грязновой, А. П. Ковалева, Э. М. Короткова, В. И. Кошкина, Г. Крыжановского, В. Е. Ларицкого, В. И. Лапенкова, В. И. Лютера, Х. Неухольда, Г. В. Саприцкой, Г. К. Таля и других. При этом значительный акцент уделен правовому полю банкротства и арбитражным процедурам.

Теория оценки бизнеса в зарубежной и отечественной литературе получила глубокое освещение. Широкое распространение получили методы оценки эконо-



мистов: Кл. Гриффита, Ш. Пратта, К. Уилсона, Дж. Фишмена и других, инновационными выглядят разработки Ф. Белла, Дж. Ольсона, С. Стюарта, О. Эдгара, Эдвардса. В отечественной науке теория оценки бизнеса представлена в трудах Григорьева В. В., А. Г. Грязновой, Ю. В. Козыря, Л. А. Лейфера, И. М. Островкина, В. М. Рутгайзера, М. А. Федотовой и других. Вместе с тем теория оценки бизнеса является наиболее динамично развивающейся дисциплиной среди направлений оценки.

Актуальность теории управления стоимостью бизнеса, отсутствие единого подхода к этой проблеме, а также недостаточная ее разработанность на уровне финансового оздоровления определили цель и задачи диссертационной работы.

Цель исследования. Целью исследования является исследование механизма управления стоимостью бизнеса в процессе финансового оздоровления компании.

Задачи исследования. Для достижения поставленной цели необходимо решить следующие задачи:

- рассмотреть показатель стоимости бизнеса с позиции его значения для развития предприятия; проанализировать существующие подходы к управлению стоимостью бизнеса и сформировать сущность теории управления стоимостью бизнеса (стоимостного подхода);

- определить понятие финансового оздоровления, выявить особенности и место финансового оздоровления в системе финансового менеджмента с целью возможности использования теории управления стоимостью бизнеса на этом этапе;

- проанализировать инструментарий оценки стоимости бизнеса;

- исследовать связь между стоимостью бизнеса (отдельными ее факторами) и финансовым состоянием предприятия;

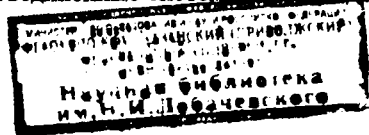
- разработать механизм финансового оздоровления компании, основанный на теории управления стоимостью бизнеса; сформировать и раскрыть основные элементы этого механизма.

Предметом исследования выступают совокупность экономических отношений в сфере управления стоимостью бизнеса в процессе досудебного финансового оздоровления.

Объектом исследования является компания, находящаяся в процессе досудебного финансового оздоровления.

Теоретической и методологической основой исследования послужили труды зарубежных и отечественных ученых и специалистов по проблемам управления стоимостью предприятия, теории оценки и оценки бизнеса, а также финансового оздоровления. Основу работы закладывают законодательные и нормативные акты в сфере оценочной деятельности и несостоятельности (банкротстве) предприятия.

В процессе исследования применялись абстрактно-логический метод, методы анализа, синтеза, дедукции и моделирования, экономико-статистический, сравнительного анализа и другие методы, объединенные системным подходом к теме исследования.



Информационную основу диссертационной работы составили законодательные и нормативные акты, работы отечественных и зарубежных авторов, посвященные проблемам управления стоимостью предприятия, финансового оздоровления компании и теории оценки бизнеса, сведения Госкомстата РФ, материалы периодической печати и электронных изданий, а также результаты финансово-хозяйственной деятельности ОАО "Химмаш".

Научная новизна диссертационной работы заключается в следующем:

- сформированы модели роста стоимости бизнеса: дискретная, основанная на динамике величины собственного капитала, и непрерывная, описывающая механизм накопления денежных потоков, и раскрыта структура факторов этих моделей, предполагающая иерархию общих, структурных и оперативных факторов;

- сформулирована сущность теории управления стоимостью бизнеса (стоимостного подхода), которая является слагаемым двух компонентов: управление факторами стоимости и формирование стоимостного мышления и которая предполагает использование категории стоимости бизнеса в качестве одного из основных показателей развития компании, а управление факторами стоимости в качестве инструмента финансового менеджмента, а также выявлена возможность адаптации стоимостного подхода целям финансового оздоровления;

- систематизирован инструментарий оценки стоимости бизнеса и на базе моделей роста стоимости бизнеса предложена авторская классификация методов оценки, предполагающая отнесение к затратному подходу методов, основанных на концепции действующего предприятия - метод чистых активов, метод экономической добавленной стоимости (EVA), метод Эдварса-Белла-Ольсона (ЕВО) и концепции ликвидации бизнеса - метод опционного ценообразования (Блэка-Скоулза, ОРМ), метод ликвидационной стоимости; к доходному подходу - метода дисконтирования денежных потоков (DCF) и метод капитализации прибыли; к сравнительному подходу - метода предыдущих сделок с объектом оценки, метод рынка капиталов, метод сделок и метод отраслевых коэффициентов; определены основные недостатки и сфера применения отдельных методов;

- показан механизм взаимосвязи между стоимостью бизнеса (ее факторами) и финансовым состоянием компании, при котором изменение финансового положения объясняется соответствующими изменениями факторов стоимости дискретной и непрерывной моделей роста, и на его основе предложен подход к экспресс-диагностике финансового состояния компании по одному показателю - показателю стоимости бизнеса: ее динамики и соотношениям показателей стоимости, рассчитанных из базовых формул дискретной и непрерывной моделей роста;

- предложен механизм финансового оздоровления компании, основанный на теории управления стоимостью бизнеса (стоимостном подходе), и определены основные его компоненты: система финансового мониторинга, система финансовой стабилизации и система контроля и оценки эффективности финансового оздоровления;

- предложена двухуровневая система финансового мониторинга: подсистема экспресс-диагностики финансового состояния, предполагающая качественное и количественное исследование признаков финансовой неустойчивости, и подсистема фундаментального анализа финансового состояния, заключающаяся в полном анализе финансово-хозяйственной деятельности предприятия; определены их методический аппарат;

- предложена двухуровневая система финансовой стабилизации, реализованная в форме двух подсистем (направлений): внутренней и внешней финансовой стабилизации и предполагающая поэтапное финансовое оздоровление (в порядке приоритетности): восстановление платежеспособности, восстановление финансовой устойчивости и обеспечение финансовой стабильности;

- предложена трехуровневая система контроля результатов финансового оздоровления, заключающаяся в проведении предварительного, текущего и заключительного контроля; разработана авторская методика оценки эффективности процесса финансовой стабилизации, предполагающая моделирование факторов стоимости, а также проведения общего и углубленного анализа роста стоимости.

Теоретическая и практическая значимость результатов исследования. Полученные результаты, основные выводы и положения диссертации могут быть использованы при выработке концепции организации управления коммерческой организацией, стратегическом планировании, составлении планов финансового оздоровления и оценке стоимости предприятия (бизнеса).

Сформулированные теоретические положения могут быть использованы в учебном процессе, в преподавании общих и специальных курсов по теории оценки, оценки предприятия (бизнеса), финансовому оздоровлению, антикризисному (арбитражному) управлению, финансовому менеджменту и другим дисциплинам.

Апробация результатов исследования. Основные положения диссертации докладывались на научно-практических конференциях: II Всероссийской научно-практической конференции (Пенза, 2007 г.), Межвузовской научно-практической конференции профессорско-преподавательского состава (Мурманск, 2006 г.), Международной научно-практической конференции (Тамбов, 2007 г.), освещены в статьях Вестника Тамбовского университета им. Г. Р. Державина, а также сборников трудов Кафедры "Финансы и кредит" Тамбовского государственного университета им. Г. Р. Державина.

Результаты проведенного исследования были использованы рядом консалтинговых фирм ЗАО "Аудит-Инвест", ООО "Консоль", ООО "Тамбов-Инфоцентр" в консультировании коммерческих структур по вопросам планирования, финансового оздоровления и оценке стоимости предприятия (бизнеса).

Отдельные положения диссертации были использованы арбитражными управляющими при проведении работ по финансовому оздоровлению предприятий, подвергшихся процедурам банкротства.

Объем и структура работы. Работа имеет следующую структуру, определенную логикой анализа взаимосвязанных аспектов изучаемого предмета и совокупностью решаемых задач:

Введение

Глава 1. Теоретические основы управления стоимостью бизнеса в процессе финансового оздоровления компании

1.1. Основы управления стоимостью бизнеса

1.2. Понятие финансового оздоровления и его место в финансовом менеджменте

Глава 2. Стоимость бизнеса как инструмент финансового оздоровления компании

2.1. Методы оценки стоимости бизнеса

2.2. Взаимосвязь стоимости бизнеса и финансового состояния компании

Глава 3. Управление стоимостью бизнеса в механизме финансового оздоровления компании

3.1. Организация финансового мониторинга как элемент механизма финансового оздоровления

3.2. Основы финансовой стабилизации с использованием теории управления стоимостью бизнеса

3.3. Контроль результатов финансового оздоровления и оценка их эффективности

Заключение

Библиографический список литературы

Приложения

Список использованной литературы содержит 126 источников. В работе 5 приложений, 42 рисунка и 35 таблиц. Объем диссертации составляет 195 страниц.

ОСНОВНЫЕ ИДЕИ И ВЫВОДЫ ДИССЕРТАЦИИ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

Диссертационную работу и научные результаты, полученные в процессе исследования, можно разделить на три взаимосвязанных блока задач.

Первый блок задач заключен в необходимости разработки общетеоретического базиса теории управления стоимостью бизнеса (стоимостного подхода) и адаптации его целям финансового оздоровления.

Вопросам стоимостного подхода в управлении компанией в последние годы уделяется повышенное внимание. По нашему мнению, использование категории стоимости в качестве одного из основных показателей (критериев) развития компании является выгодным (по сравнению с традиционными показателями - прибыль, рентабельность и т.д.), что объяснимо целым рядом причин.

Развивая исследование, нами были проанализированы основные существующие теории в области управления стоимостью бизнеса. Наиболее фундаментальным выглядит взгляд А. Дамодарана, который, фактически анализируя формулу дисконтирования, определяет четыре направления роста стоимости предприятия: увеличение денежных потоков, увеличение ожидаемого темпа роста денежных потоков, увеличение продолжительности периода высокого темпа роста и принятие мер по снижению стоимости капитала.

Другой фундаментальный подход развивают Т. Коупленд, Дж. Муррин и Т. Колер, которые рассматривают реструктуризацию и стратегическое планирование через анализ текущей и потенциальной рыночной стоимости бизнеса. Отправной точкой анализа должно стать комплексное исследование текущей рыночной стоимости и факторов, влияющих на нее. Далее оценивается фактическая и потенциальная стоимости бизнеса с учетом внутренних и внешних улучшений, основанных на ожидаемых денежных потоках. Все это позволяет выявить необходимые мероприятия по реструктуризации. При этом детальное внимание уделяется формированию нового типа мышления у менеджмента - стоимостного.

В западной науке еще одним из наиболее концептуальных исследований является подход К. Уолша, который занимался исследованием вопросов баланса между прибылью, активами и ростом компании.

Отечественные исследования направлены, главным образом, на адаптацию стоимостного подхода к конкретным целям. Наиболее интересными выглядят исследования И. А. Егерева и С. Мордашова.

Работа И. А. Егерева заключается в анализе влияния параметров производственного и финансового циклов на стоимость бизнеса. В ходе анализа автор предлагает основные направления по управлению стоимостью этих циклов.

Модель С. Мордашова основана на анализе коэффициентов чувствительности факторов стоимости бизнеса. Для проведения такого факторного анализа необходимо получить дифференциал из любой формулы стоимости бизнеса.

На основе анализа существующих теорий нами была сформулирована сущность теории управления стоимостью бизнеса (стоимостного подхода), которая является слагаемым двух компонентов: управление факторами стоимости и формирование стоимостного мышления и которая предполагает использование категории стоимости в качестве одного из основных показателей (критериев) компании, а управление факторами стоимости в качестве инструмента финансового менеджмента.

Управление стоимостью бизнеса подразумевает комплекс управленческих решений и мероприятий, направленных на изменение его текущей стоимости. Развивая мысль, мы вводим понятие - модель роста стоимости бизнеса - и рассматриваем его как механизм, описывающий формирование и рост стоимости, и формируем эти модели: дискретная и непрерывная. Непрерывная модель описывает рост через механизм накопления денежных потоков, отражает долгосрочный взгляд на стоимость и фактически описывается формулой:

$$C = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{ЧДП_{ct}}{(1+i)^t} (1)$$

где, C - стоимость бизнеса; $ЧДП_{ct}$ - чистый денежный поток на собственный капитал за t -й год; i - ставка дисконтирования (ставка доходности).

В основе дискретной модели лежит собственный капитал (в явной и неявной форме), величина которого представляет собой своего рода "срез стоимости" на определенную дату. Стоимость в модели описывает краткосрочные перспективы развития компании и выражается формулой:

$$C = A - O \quad (2)$$

где, A - рыночная стоимость активов; O - стоимость обязательств фирмы.

Каждую модель целесообразно разложить на иерархическую структуру факторов. Все факторы можно разделить на:

- общие (стратегические, первого уровня), от которых напрямую зависит стоимость предприятия – например, стоимость активов (активы) и стоимость обязательств (обязательства) в дискретной модели);
- структурные (тактические, второго или третьего уровня), от которых зависят общие факторы и которые определяются работой структурных подразделений (направлений и сфер деятельности);
- оперативные (тактические, низших звеньев), от которых зависит работа отдельных структурных единиц.

Основу стоимостного мышления закладывает организация иерархичной структуры менеджмента, соответствующей структуре факторов стоимости и с ориентацией на построение управления по принципу снизу вверх, выгодно отличаясь от классических административных систем менеджмента.

Переходя к анализу возможности применения теории управления стоимостью бизнеса к предприятиям, с выраженными проблемами платежеспособности, нами было сформулировано понятие финансовой неустойчивости и определена схема ее развития (возникновения финансовых проблем): скрытые финансовые проблемы, в течение этого этапа падает эффективность производства, снижаются финансовые показатели; проблема финансовых результатов: возникают убытки, сокращаются собственные источники, а финансирование производства осуществляется за счет роста заемного капитала; проблема платежеспособности, связана с высокой долей заемных средств, низкой платежеспособностью, угрозой остановки производства; банкротство, возникает после принятия арбитражным судом решения о признании должника банкротом.

В ходе исследования нами было показано, что развитие предприятия связано с кризисными процессами на всех этапах жизненного цикла компании. Наличие проблем платежеспособности и финансовой устойчивости как вмененной черты рыночных отношений предполагает развитие рефлексивного механизма противодействия - финансового оздоровления, которое нами определено как комплекс мероприятий, направленных на ликвидацию неплатежеспособности, восстановление финансовой устойчивости и долгосрочной финансовой стабильности предприятия и обеспечение роста стоимости компании. Такой широкий взгляд на определение финансового оздоровления связан с необходимостью системного и стратегического подхода к проблеме.

Специфика и место финансового оздоровления в системе финансового менеджмента определяется двумя существенными факторами: фактором времени и фактором ограниченности доступных ресурсов. Вместе с тем, указанная специфика позволяет использование стоимостного подхода на этапе финансового оздоровления. Таким образом, в результате решения первой группы задач была сформулирована сущность теории управления стоимостью бизнеса и выявлена возможность ее применения к целям финансового оздоровления компании.

Второй блок задач направлен на решение проблемы объективной оценки стоимости бизнеса (стоимость как один из основных показателей (критериев) развития компании), а также анализа взаимосвязи стоимости (ее факторов) и финансового состояния компании (стоимость как инструмент управления финансовым состоянием).

Решая проблемы финансового управления предприятием, вопросам объективной оценки стоимости бизнеса и анализу ее роста стоит уделить пристальное внимание, поскольку текущая рыночная стоимость является отправным этапом и, вместе с тем, контрольным пунктом в финансовом управлении компанией. Современный инструментарий оценки стоимости бизнеса оперирует тремя подходами: затратным, доходным и сравнительным. В основе каждого подхода заложены свои основополагающие признаки, которые рассмотрены нами через призму моделей роста стоимости бизнеса. В нашем понимании в основе методологии затратного подхода лежит дискретная модель роста стоимости, а сама стоимость бизнеса, в общем случае, оценивается по величине собственного капитала (в явной и неявной форме) и отражает текущие перспективы. Основой методологии доходного подхода является непрерывная модель роста стоимости, а стоимость бизнеса раскрывается через механизм приведения будущих денежных потоков и отражает долгосрочный взгляд на компанию. Теоретической основой сравнительного подхода является общенаучный метод сравнительного анализа, а исходной предпосылкой его применения - наличие развитого финансового рынка.

В результате систематизации современных методик нами была предложена классификация (Рис. 1), уточнены отдельные аспекты применения методов и сформулированы основные недостатки методик и определена сфера их применения.

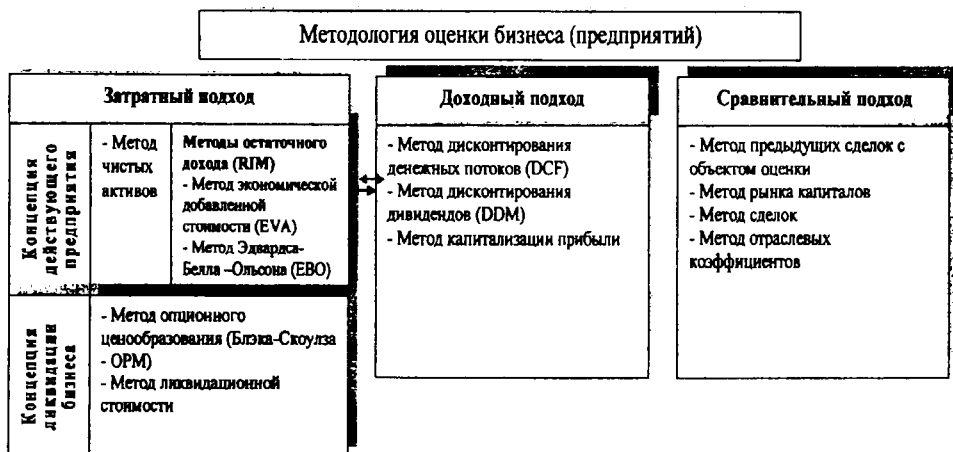


Рис. 1 Классификация методов оценки бизнеса (предприятий)

Самостоятельную ценность несет анализ результатов, полученных с использование различных подходов (методов). При этом особую важность имеет анализ результатов, полученных с использованием методик, основанных на дискретной и непрерывной моделях роста (Таблица 1).

Таблица 1. Выводы о значениях стоимости, полученных различными подходами

№ п/п	Расчетное значение стоимостей различными подходами	Выводы
1	$C_{cp} > C_d$ $C_{cp} > C_z$	Повышенный инвестиционный спрос на компанию, недооценка потенциала развития, высокая ликвидность ценных бумаг
2	$C_{cp} < C_d$ $C_{cp} < C_z$	Пониженный инвестиционный спрос на компанию, переоценка потенциала развития, низкая ликвидность ценных бумаг
3	$C_d < C_z$	Наличие признаков ухудшения финансового положения и ориентация на краткосрочные перспективы развития компании
4	$C_d > C_z$	Наличие признаков улучшения финансового положения и возникновение долгосрочных перспектив развития бизнеса

где: C_z - стоимость, полученная с использование затратного подхода (с позиции дискретной модели); C_d - стоимость, полученная с использование доходного подхода (с позиции непрерывной модели); C_{cp} - стоимость, полученная с использование сравнительного подхода (взгляд со стороны рынка).

Анализ п. 3 и 4 таблицы закладывает основу подхода к индикации финансового состояния по одному показателю - показателю стоимости бизнеса: ее динамики и соотношениям показателей стоимости, рассчитанных из базовых формул дискретной и непрерывной моделей роста.

Развивая исследование, нами был показан и проанализирован механизм взаимосвязи между стоимостью бизнеса (ее факторами) и финансовым состоянием, при котором ухудшение (или улучшение) финансового состояния компании объясняется изменениями факторов стоимости дискретной и непрерывной моделей роста.

Рассматривая схему ухудшения финансового состояния, дискретный рост показывает (2), что перераспределение финансовой структуры капитала приводит к тому, что в каждый конкретный момент времени доля акционерного капитала становится меньше, что и является выражением снижения стоимости.

$$C = A - O \quad (2)$$

где: C - стоимость компании; A - рыночная стоимость активов (фактор первого уровня); O - стоимость обязательств фирмы (фактор первого уровня).

Верно и обратное: улучшение финансового состояния будет сопровождаться ростом собственного капитала, а стало быть, и стоимости.

Ухудшение финансового состояния будет воздействовать и факторы непрерывной модели роста:

- 1) изменением величин денежных потоков;
- 2) изменение ставки дисконтирования (стоимости привлекаемого капитала);
- 3) длительности периода прогнозирования (как выражение периода существования фирмы и ее экономической жизни);

В ходе анализа нами было показано, что поэтапное ухудшение финансового положения сокращает денежный поток, превращая его в:

$$\text{ЧДП}_c = ((\text{ЧП} + \text{АМ}) + \text{НЗ}) - ((\text{КВ} + \text{ИНЧО}) + \text{ВО}) \rightarrow -\text{ВО} \quad (3)$$

где: **ЧП** - чистая прибыль; **КВ** - капитальные затраты; **АМ** - амортизация; **ИНЧОК** - изменения величины неденежной части оборотного капитала; **ВО** - выплаты по обязательствам; **НЗ** - новые займы.

Утрата финансовой устойчивости воздействует и на ставку дисконтирования, являющейся выражением стоимости привлекаемого капитала, поскольку отражается на росте финансовых рисков компании и нарастании затрат на привлечение капитала, что в свою очередь отражается на увеличении ставки дисконтирования ($i \rightarrow \infty$), что в конечном счете и на стоимости компании ($C \rightarrow 0$).

И наконец, перспектива прекращения деятельности вследствие возможного банкротства отражается на длительности возможного прогноза (экономической жизни бизнеса), что также накладывает отпечаток на снижение стоимости. Улучшение же финансового состояния будет сопровождаться позитивными изменениями всех факторов непрерывной модели.

Раскрытие факторов первого уровня на составляющие позволит найти точки, за счет которых происходят изменения финансового состояния, а анализ чувствительности - выявить наиболее восприимчивые для воздействия факторы.

Таким образом, в ходе решения второй группы задач был исследован инструментарий оценки стоимости бизнеса (стоимость как один из основных показателей развития бизнеса), а также выявлена взаимосвязь между стоимостью бизнеса и ее факторами и финансовым состоянием компании (стоимость как инструмент управления финансовым состоянием).

Третий блок задач связан с формированием на базе теории управления стоимостью бизнеса механизма финансового оздоровления компании. Общий вид предлагаемого механизма представлен ниже (Рис.2).

В основе предлагаемого механизма нами положены следующие структурообразующие принципы: принцип постоянной готовности, принцип постоянного мониторинга, принцип дифференциации кризисных явлений, принцип срочности, принцип адекватности, принцип приоритетности.

Центральное место в механизме отведено постановке целей и задач управления. Стратегической целью оздоровления является ликвидация неплатежеспособности, восстановление финансовой устойчивости и долгосрочной финансовой стабильности предприятия и обеспечение роста стоимости компании.

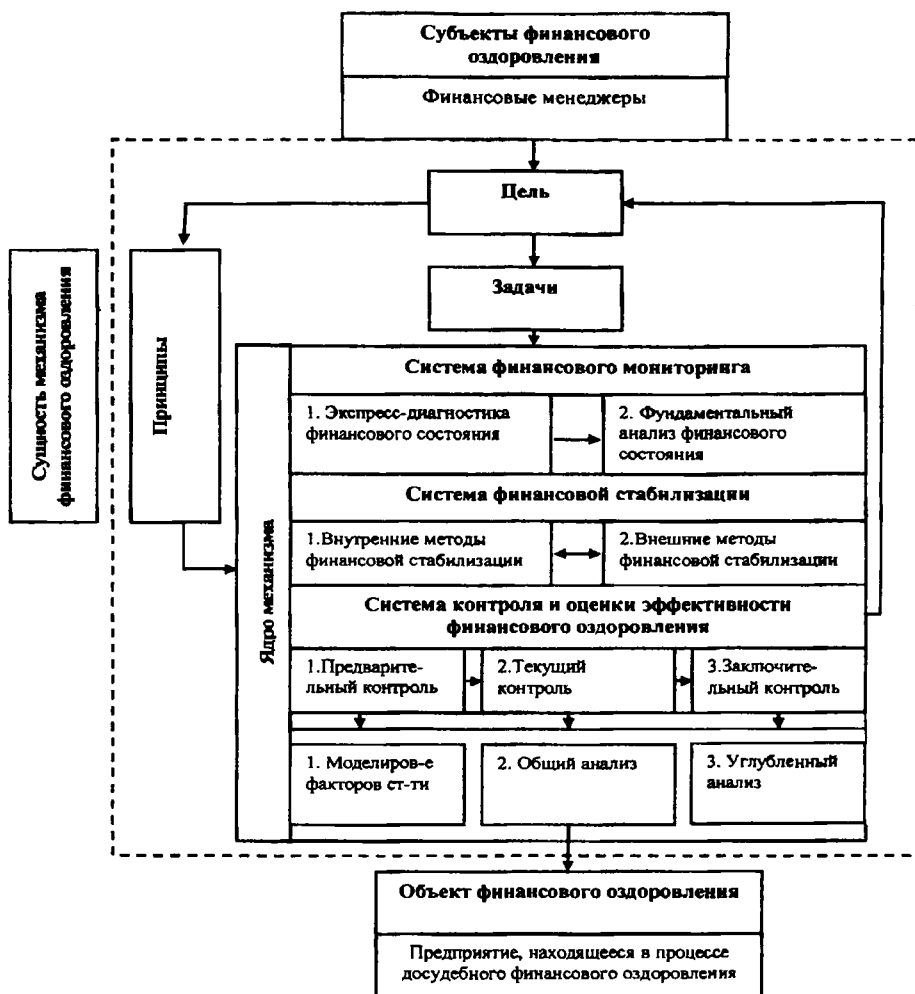


Рис. 2. Общий вид механизма финансового оздоровления

Достижение поставленной цели невозможно без четкой иерархии выполняемых задач:

- 1) восстановление платежеспособности предприятия (в краткосрочной перспективе);
- 2) восстановление финансовой устойчивости (в среднесрочной перспективе);
- 3) обеспечение финансового равновесия (в долгосрочной перспективе).

Широкий взгляд на задачи финансового оздоровления продиктован необходимостью наличия четкого долгосрочного плана стабилизации, без которого не-

возможна ликвидация хронических финансовых проблем. Ядро предлагаемого нами механизма представляют три взаимосвязанных элемента:

1. Система финансового мониторинга.
2. Система финансовой стабилизации.
3. Система контроля и оценки эффективности финансового оздоровления.

В рамках диссертации нами предложена двухуровневая система финансового мониторинга:

- 1) система экспресс-диагностики финансового состояния;
- 2) система фундаментального анализа финансового состояния.

По своей сути экспресс-диагностика представляет собой постоянную работу менеджмента по выявлению признаков финансовой неустойчивости. Фундаментальный анализ, основанный на полученных в ходе экспресс-диагностики данных, предполагает углубленное и системное исследование причин развития финансовой неустойчивости. Методологический аппарат финансового мониторинга нами представлен в форме рис. 3.

Система финансовой стабилизации занимает центральное место в предложенном механизме и должна быть реализована в последовательности предложенных задач (с учетом временных приоритетов).

Основой стабилизационных мероприятий в предлагаемом нами варианте является управление факторами стоимости: дискретной (управление активами, в первую очередь оборотной частью, и обязательствами) и непрерывной (управление денежными потоками и стоимостью капитала) моделей. С точки зрения непрерывного роста, оздоровительный процесс должен воздействовать на поток денежных средств и стоимость капитала компании. Наиболее репрезентативно эту ситуацию описывает показатель чистой приведенной стоимости. С точки зрения дискретного роста стоимости, финансовое оздоровление будет воздействовать на рост ликвидной части имущества (ускорение ее оборачиваемости) и сокращение обязательств. В этой связи индикацию финансового состояния можно осуществлять по коэффициенту покрытия (текущей ликвидности), который может быть скорректирован для этих целей.

Методический аппарат финансового оздоровления предлагается в виде двухуровневой системы: подсистемы внутренней стабилизации и подсистемы внешней стабилизации. Основная роль, заложенная в принципах построения механизма, отведена внутренним методам финансовой стабилизации (иначе говоря, ориентация на собственные финансовые ресурсы). Использование внешней финансовой стабилизации предполагает вовлечение сторонних (для компании) лиц и рекомендуется в ситуациях, когда внутренние меры не достаточны либо в результате их реализации предприятие может выйти на качественно новый уровень развития. При этом мероприятия (методы) предполагают либо реструктуризацию задолженности, либо реорганизацию компании. Алгоритм же решаемых задач остается прежним.

Система финансового мониторинга

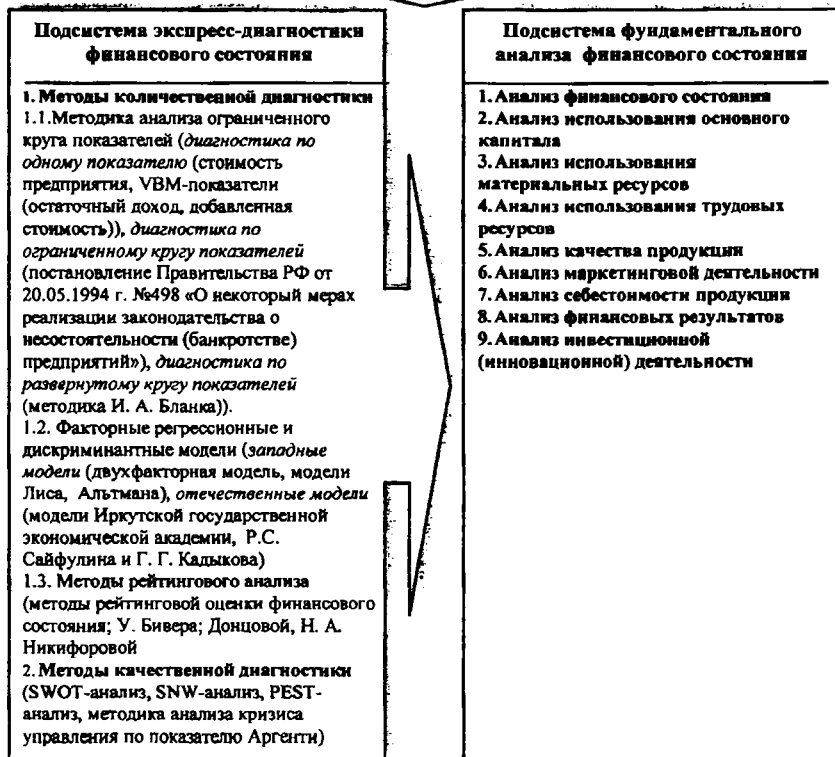


Рис. 3 Схема реализации финансового мониторинга

Процесс финансового оздоровления начинается с *восстановления его платежеспособности* как наиболее близкой и неотложной цели. В этой связи обеспечение роста стоимости компании в период восстановления платежеспособности предприятия предполагает следующее.

Рост положительного денежного потока (непрерывная модель), что равносильно увеличению стоимости ликвидной части имущества (дискретная модель). С этой целью необходимо меры высвобождению денежных средств посредством ускорения оборачиваемости текущих активов, а также в отдельных случаях посредством дезинвестирования долгосрочных активов.

Сокращение размера отрицательного денежного потока, снижение стоимости капитала (непрерывная модель), что равносильно сокращению объема краткосрочных пассивов (дискретная модель).

Кроме того, могут быть предприняты меры по снижению стоимости капитала, что предполагает изменение структуры финансирования деятельности предприятия, но, учитывая сжатые сроки этапа, эта операция может быть невозможной.

Первоочередная цель считается достигнутой, если чистый денежный поток, рассчитанный на краткосрочную перспективу перестает быть отрицательным, а коэффициент покрытия превышает единицу, что свидетельствует о достаточности у предприятия средств для погашения неотложных обязательств.

Вторым этапом (задачей) финансовой стабилизации является *восстановление финансового равновесия*. Принципиальная модель финансового равновесия достаточно проста:

$$ПДПс = ОДПс \quad (4)$$

где *ПДПс* - собственный положительный денежный поток (объем генерированных собственных финансовых ресурсов); *ОДПс* - собственный отрицательный денежный поток (объем потребления собственных финансовых ресурсов).

В этой связи для предприятия, имеющего признаки финансовой неустойчивости, модель восстановления финансовой устойчивости базируется на неравенстве (5):

$$ПДПс > ОДПс \quad (5)$$

С этой целью необходимо проведение мероприятий, воздействующих на обозначенные нами факторы стоимости моделей.

1. Рост положительного денежного потока достигается воздействием на компоненты левой части неравенства 5, что равносильно увеличению стоимости ликвидной части имущества (дискретная модель).

2. Снижение отрицательного денежного потока предполагает воздействие на факторы правой части неравенства 5.

3. Кроме того, на данном этапе актуальным является снижение стоимости капитала, поскольку представляет собой долгосрочный подход к вопросу восстановления финансовой стабилизации.

Цель этого этапа считается достигнутой, если чистый денежный поток стал неотрицательным в долгосрочной перспективе, что свидетельствует о том, что предприятие вышло на рубеж финансового равновесия, описываемый равенством 4.

Заключительным этапом финансовой стабилизации является *обеспечение параметров развития финансового равновесия* в долгосрочном периоде. Для этого нами предложена модель, основанная на устойчивом росте объемов собственного капитала (стоимости компании) в долгосрочном периоде.

$$\Delta СК = \frac{\Delta СК}{СК} \quad (6)$$

Используя методы факторного анализа, выражение 6 можно представить следующим образом:

$$\frac{\Delta CK}{CK} = \frac{\Delta CK}{ЧП} * \frac{ЧП}{ВР} * \frac{ВР}{А} * \frac{А}{СК} = *K_{\text{ка}} * R_{\text{пр}} * K_{\text{об}} * K_{\text{фл}} \quad (7)$$

где $K_{\text{ка}}$ - коэффициент капитализации прибыли; $R_{\text{пр}}$ - коэффициент рентабельности продаж (реализации); $K_{\text{об}}$ - коэффициент оборачиваемости активов; $K_{\text{фл}}$ - коэффициент финансового левериджа.

Предложенная модель показывает, что возможность роста стоимости компании определяется четырьмя показателями:

1.) коэффициент капитализации прибыли, характеризующий политику менеджмента в области использования полученных финансовых результатов и инвестиций компании;

2.) коэффициент рентабельности продаж, характеризующих эффективность менеджмента в сфере продвижения продукции компании на рынок и ее реализации;

3.) коэффициент оборачиваемости, отражающий политику менеджмента в области формирования состава имущества компании и эффективность его использования.

4.) коэффициент финансового левериджа, отражающий политику компании в области формирования структуры капитала;

Иначе говоря, период бескризисного развития при достигнутом уровне финансового равновесия будет определяться темпами прироста объемов собственного капитала (а стало быть, стоимости).

Таким образом, с позиции стоимости, процесс финансового оздоровления заключается в обеспечении такого способа хозяйствования, при котором генерируемые положительные денежные потоки обеспечивают покрытие отрицательных в краткосрочном, среднесрочном и долгосрочном периодах.

Заключительным элементом механизма является система контроля и оценки эффективности оздоровительных мероприятий. Контроль хода стабилизационного процесса нами предложено реализовать в виде трехуровневой системы:

- предварительный;
- текущий;
- заключительный.

В ходе исследования нами была предложена авторская методика оценки эффективности принимаемых решений, которая реализуется в трех направлениях:

- 1) моделирование факторов стоимости;
- 2) общий анализ, основанный на *VBM*-показателях;
- 3) углубленный анализ, основанный на *NPV*-показателях.

Исходным этапом оценки эффективности является этап моделирования основных факторов стоимости на период финансового оздоровления. С этой целью нами предлагается составлять модели распределения денежных потоков и баланса предприятия на весь период финансового оздоровления, составленные с

детализацией по каждой контрольной дате и позволяющих оценивать стоимость бизнеса и направление ее динамики

Общий анализ реализации финансового оздоровления нами предлагается реализовать на основе анализа динамики *IBM*-показателей, основанных на концепции «остаточного дохода» (в качестве примера, рыночная добавленная стоимость (*MVA*), экономическая добавленная стоимость (*EVA*), добавленная стоимость акционерного капитала (*SVA*), «добавленные денежные потоки» (*RCF*)). Данный этап предполагает исследование динамики стоимости и позволяет сделать общий вывод об экономической эффективности стабилизационных мероприятий по финансовому оздоровлению.

Заключительным этапом оценки эффективности является углубленный анализ, который нами предложено реализовать в виде модернизированного и адаптированного для целей финансового оздоровления *NPV*-анализа. Данный этап позволяет оценить эффективность отдельных мероприятий (портфеля мероприятий), заостряя внимание на отдельных факторах стоимости: денежный поток, ставка дисконтирования (стоимость капитала), длительность периода прогнозирования. На этом этапе показателями оценивается прирост стоимости бизнеса, достаточность и сбалансированность денежного потока, требуемая доходность по реализуемым стабилизационным мероприятиям, а также сроки финансового оздоровления.

Подводя итоги, необходимо сказать, что полученные в ходе диссертационного исследования результаты, теоретические выводы и практические рекомендации будут способствовать формированию новых, инновационных методов финансового оздоровления и могут быть использованы в финансовом управлении компанией и учебном процессе.

СПИСОК РАБОТ, ОПУБЛИКОВАННЫХ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Статьи в журналах и изданиях, рекомендуемых ВАК:

1. *Сутягин В. Ю.* Стоимость компании: аспекты менеджмента и оценки // Вестник Тамбовского университета. Сер. Гуманитарные науки. - Тамбов, 2007. - Вып. 3 (47) - 0,53 п.л.

Статьи и тезисы докладов в других изданиях:

2. *Сутягин В. Ю.* Обзор методов определения ставки дисконтирования в оценке бизнеса // Сборник научных трудов Кафедры финансы и кредит Тамбовского государственного университета им. Г. Р. Державина. Вып. №2 - Тамбов: Изд-во НЭАЦентр КФХ, 2006. - 0,23 п.л.

3. *Сутягин В. Ю.* Подходы к обоснованию безрисковой ставки доходности в оценке предприятий// Сборник научных трудов Кафедры финансы и кредит Тамбовского государственного университета им. Г. Р. Державина. Вып. №2 - Тамбов: Изд-во НЭАЦентр КФХ, 2006. - 0,18 п.л.

4. *Сутягин В. Ю.* Методологические подходы к оценке неконтрольных пакетов акций// Сборник научных трудов Кафедры финансы и кредит Тамбовского государственного университета им. Г. Р. Державина. Вып. №1 - Тамбов: Изд-во НЭАЦентр КФХ, 2006. - 0,18 п.л.

5. *Сутягин В. Ю.* Некоторые аспекты применения модели Эдвардса-Белла-Ольсона (ЕВО) в оценке предприятий// Системное формирование российских регионов: инноваций и традиций: Сборник научных статей по материалам международной научно-практической конференции, декабрь 2006 года/ Отв. Ред. Е. В. Иода; Молодежный исследовательский центр ТГУ им. Г. Р. Державина. - Тамбов: Бирюкова М. А., 2007. - 0,23 п.л.

6. *Сутягин В. Ю.* Взаимосвязь кризисных процессов развития и стоимости компании// Образование и наука: достижения, задачи и перспективы. Секция "Актуальные проблемы экономики и коммерции": межвуз. науч.-практ. конф., 27-29 ноября 2006 г.: [материалы] / под науч. ред. Г. Н. Адреевой; НОУ "Мурманский гуманитарный институт". Мурманск: НОУ МГИ, 2006. - 0,32 п.л.

7. *Сутягин В. Ю.* Стоимостной подход к организации менеджмента// Резервы экономического роста предприятий и организаций. Сборник статей II Всероссийской научно-практической конференции. - Пенза, 2007. - 0,19 п.л.

8. *Сутягин В. Ю.* Факторная диагностика финансового состояния предприятия// Экономическо-математические методы хозяйственной деятельности. Организация и информационное обеспечение анализа хозяйственной деятельности. Анализ результатов хозяйственной деятельности. Сборник статей II Всероссийской научно-практической конференции. - Пенза, 2007. - 0,19 п.л.

Автореферат

Подписано в печать 10.03.2008

Бумага типогр. №1

Печать офсетная

Заказ №74

Формат 60x84 $\frac{1}{16}$

Гарнитура "Times"

Уч.-изд. л. 1,0

Тираж 100 экз.

Издательский центр Саратовского
государственного социально-экономического университета.
410003, Саратов, Радищева, 89.

16²